
REGULACIÓN Y FALLAS

*Joseph Stiglitz**

Actuando por su cuenta, los individuos pueden obtener resultados “Pareto eficientes” únicamente en circunstancias ideales, es decir, en situaciones en las que ninguno puede estar mejor sin empeorar a otro. Los individuos involucrados deben ser racionales y bien informados, y actuar en mercados competitivos que abarcan una gama completa de mercados de crédito y seguros. Si no existen esas circunstancias ideales, cierta intervención del gobierno puede aumentar la eficiencia o la equidad social.

Algunos de los principales elementos de esa intervención hoy son bien aceptados: leyes antimonopolio, para evitar la creación de poder de monopolio o su abuso; legislación de protección del consumidor, diseñada para enfrentar posibles problemas de explotación debidos a asimetrías de información; y regulaciones para asegurar la seguridad y la solidez del sistema bancario, que se hacen necesarias debido a las externalidades sistémicas (efectos de desbordamiento de transacciones económicas que afectan a muchas personas que no intervienen en las transacciones) que pueden surgir cuando una institución “sistémicamente” importante quiebra o se permite que quiebre.

La crisis económica actual ha destacado la necesidad de la intervención del gobierno en caso de quiebra de una institución sistémicamente importante. Pero la necesidad de intervención masiva implica, a su vez, la necesidad de emprender acciones ex ante que

* Doctor en Economía, profesor de Columbia University, New York, Estados Unidos, [jes322@columbia.edu]. Una primera versión de este artículo se publicó en *New perspectives on regulation*, D. Moss y J. Cisternino, eds., Cambridge, The Tobin Project, 2009. Documento original en inglés. Traducción de Alberto Supelano. Fecha de recepción: 27 de agosto de 2010, fecha de modificación: 10 de septiembre de 2010, fecha de aceptación: 21 de octubre de 2010.

eviten la ocurrencia de esas quiebras. A veces el daño que causan acciones con efectos adversos para terceros se pueden indemnizar *ex post*, pero en los casos en cuestión generalmente no es posible. Las intervenciones de política se deben diseñar de modo que hagan menos probable la ocurrencia de acciones que generan grandes externalidades negativas.

Pero éstas no son las únicas razones para la intervención del gobierno. Los mercados no logran producir resultados eficientes por muy diversas razones que los economistas han explorado durante los últimos veinticinco años. Los mercados están plagados de problemas de asimetrías de información, y existen incentivos para que los participantes exploten y aumenten esas asimetrías. Por diversas razones, hacen falta mercados claves (como los de seguros contra algunos riesgos importantes que afrontan los individuos y las firmas; para una discusión de la gestión de riesgo, ver Baker y Moss, 2009).

Aunque los mercados sean eficientes, pueden no producir resultados socialmente deseables. Los ricos y poderosos pueden “explotar” a otros en forma “eficiente”: las ganancias de unos son compensadas por las pérdidas de otros, y en la jerga económica tradicional, siempre que eso sucede los mercados son eficientes. Nadie puede estar mejor sin hacer que otro esté peor. Pero tales resultados son socialmente injustos, e inaceptables. Los gobiernos imponen normas para evitar esa explotación y lograr otros objetivos sociales.

La intervención toma diversas formas. Algunas son más intrusivas que otras. Algunas son más robustas que otras, es decir, pueden resistir intentos de elusión. En las últimas décadas, la política se ha centrado en el diseño de paquetes de intervención que sean robustos, pues se reconoce que los costos de fallas de intervención suelen ser de un orden de magnitud mayor que los costos de la intervención en sí. En los mercados financieros, la intervención incluye divulgación de información, restricciones a los esquemas de incentivos (incluido el conflicto de intereses), restricciones a la propiedad, restricciones a comportamientos específicos e impuestos diseñados para inducir comportamientos adecuados.

Además, hay intervenciones para asegurar la competencia. Una de las grandes fallas que la reciente crisis económica global reveló es que dejamos que las instituciones financieras se volvieran “demasiado grandes para quebrar”. Esas grandes instituciones no sólo pueden explotar el poder de mercado sino que también imponen riesgo sistémico a la economía y tienen incentivos perversos que alientan ese comportamiento. Las instituciones que se vuelven demasiado grandes

para quebrar saben inevitablemente que si emprenden actividades de alto riesgo y quiebran el gobierno recogerá los pedazos, pero si tienen éxito se van con las ganancias.

Aunque la regulación normalmente se ha centrado en evitar comportamientos “dañinos”, algunas regulaciones promueven comportamientos “constructivos”. Entre ellas, las exigencias de préstamo de la Ley de Redesarrollo Comunitario (Community Redevelopment Act, CRA), que buscan asegurar que haya cierto flujo de crédito a comunidades mal atendidas.

Algunas intervenciones combinan preocupaciones tradicionales por la equidad con fallas de mercado: los gobiernos pueden promover el suministro privado de seguros de pensión (reconociendo las consecuencias sociales de la pobreza en la vejez), pero también reconocen los abusos que pueden ocurrir, a menos que haya restricciones que aseguren que los administradores den un trato simétrico a los trabajadores comunes y corrientes. Esta crisis también reveló una falla de regulación: los reguladores no evitaron que los prestamistas explotaran a los prestatarios pobres y poco educados. Esas personas no podían determinar bien los riesgos asociados a diversas cláusulas de los préstamos, como las hipotecas de tasa de interés variable con amortización negativa, en un período en que las tasas de interés estaban en un nivel históricamente bajo. Por supuesto, los prestamistas deberían haber hecho un mejor trabajo de evaluación de riesgo, pero debido a otra serie de fallas de mercado, no lo hicieron. El resultado es un desastre social y económico masivo: la gente está perdiendo su vivienda y los ahorros de toda su vida, y nuestra economía enfrenta una calamidad.

Por su naturaleza, una regulación impone a un individuo o empresa una restricción a lo que de otro modo habría hecho. Aquellos cuyo comportamiento es restringido pueden lamentar, por ejemplo, la pérdida de ganancias y los posibles efectos adversos sobre la innovación. Pero el propósito de la intervención del gobierno es enfrentar consecuencias potenciales que van más allá de las partes directamente involucradas, en situaciones en que el beneficio privado no es un buen indicador del impacto social. La regulación adecuada puede incluso proponer innovaciones que mejoren el bienestar.

En suma, la regulación es necesaria debido a que los costos y beneficios sociales y privados, y por tanto los incentivos, están mal alineados. Este mal alineamiento causa problemas, no sólo en el corto plazo sino también en el largo plazo. Los incentivos para innovar se distorsionan. El sistema financiero estadounidense ha sido muy inno-

vador, pero gran parte de la innovación se ha orientado últimamente a evadir leyes y regulaciones diseñadas para asegurar la eficiencia, la equidad y la estabilidad del sector. Las firmas de corretaje, los bancos y las compañías de seguros, entre otros, se han dedicado, en efecto, al arbitraje contable, tributario y regulatorio. Pero nuestro sistema financiero no innovó en aspectos realmente importantes que habrían permitido que los estadounidenses manejaran mejor los riesgos que enfrentan; e incluso fue incapaz de ayudar a manejar el riesgo relativamente simple de la financiación del activo más importante de la mayoría de la gente, su vivienda.

El diseño de estructuras y sistemas de regulación debe tomar en cuenta: las asimetrías de información, porque el regulador suele tener desventajas de información con respecto a los que regula; el riesgo moral, porque suele haber problemas para asegurar que el comportamiento del regulador sea congruente con el bienestar social (p. ej., que no esté al servicio de aquellos que supuestamente debe regular); y la falibilidad humana, porque los errores son inevitables, y debemos minimizar los costos de esos errores. Las regulaciones bien diseñadas tienen en cuenta las limitaciones en la implementación y la vigilancia del cumplimiento. Aunque ningún sistema de regulación es perfecto, las economías con regulaciones bien diseñadas pueden funcionar mucho mejor que las que tienen una regulación inadecuada. Las regulaciones pueden mejorar los mercados y proteger a quienes de otro modo podrían sufrir en mercados no regulados.

ADAM SMITH Y LA TEORÍA DE LAS FALLAS DE MERCADO

Ninguna idea ha tenido más impacto en la política que la noción de Adam Smith de que las empresas que maximizan utilidades e interactúan con consumidores racionales en mercados competitivos son guiadas, como si fuese por una “mano invisible”, hacia el bienestar general de la sociedad. Smith era mucho más consciente de las limitaciones del mercado que sus actuales seguidores. Hoy entendemos que la razón para que la mano invisible a menudo nos parezca invisible es que no está allí. En cambio, vemos numerosas y difundidas fallas de mercado o circunstancias en que los mercados producen exceso de ciertas cosas (p. ej., de contaminación) y muy poco de otras (p. ej., de innovación). Siempre que hay grandes asimetrías e imperfecciones de información (es decir, situaciones en las que una parte sabe algo diferente de lo que saben otros), los mercados no son en general eficientes. Pero esos problemas significan que los mercados no son

casi nunca totalmente eficientes. El hecho relativamente reciente de que los economistas reconozcan este fenómeno ha tenido un efecto profundo en el cambio de supuestos (Greenwald y Stiglitz, 1986). Antes estaba muy difundida la presunción de que los mercados eran eficientes, así como el corolario de que sólo en circunstancias excepcionales (como el monopolio y la contaminación masiva) había fallas que justificaban la intervención. Hoy, los economistas tradicionales no presuponen que los mercados son eficientes. La intervención del gobierno debe entonces centrarse necesariamente en áreas donde las fallas de mercado son más pronunciadas, como en los sectores de la salud y las finanzas. Mis comentarios se centran en las finanzas, porque esta área ilustra muchos de los principales problemas y es el tema de las cruciales discusiones de política actuales.

El aspecto más obvio de las fallas de mercado en finanzas está ligado a las externalidades sistémicas: como ya señalé, éstas son fallas del sector financiero que tienen efectos sistémicos. Personas ajenas al sector financiero hoy están sufriendo como resultado de los errores que cometieron quienes trabajan en el sector. Cuando estos tomaron sus decisiones (p. ej., sobre prácticas de préstamo) no tuvieron en cuenta las consecuencias sistémicas de sus acciones. Nunca preguntaron: si nuestros préstamos salen mal, ¿qué le ocurriría a toda la economía? Sólo veían sus balances contables.

Pero mirando más adentro del sector financiero, vemos un conjunto adicional de problemas: los incentivos de quienes tomaban decisiones de préstamo no estaban alineados ni siquiera con los intereses de sus accionistas. El sistema de bonificaciones existente les permitía cosechar grandes recompensas cuando las cosas iban bien y evadir las consecuencias cuando las cosas salían mal. Estas estructuras de incentivos alentaron un comportamiento estrecho de miras y excesivamente riesgoso. Ni siquiera los accionistas de los bancos eran bien servidos. Esto destaca otra falla de mercado: la separación entre la propiedad y el control, que subrayaron Adolphe Berle y Gardiner Means y cuyas conclusiones procuré basar en fundamentos más rigurosos de la teoría de la información (Stiglitz, 1985). Esos problemas de gobernanza corporativa pasaron a primer plano después del escándalo Enron, pero la Ley Sarbanes-Oxley de 2002 no abordó plenamente el problema, pues mantuvo las opciones de compra de acciones, que no sólo dan incentivos asimétricos sino que también incentivan la mala contabilidad, lo que permite que los ejecutivos eleven sus remuneraciones suministrando a los accionistas información que lleva a mayores precios de las acciones. Esa manipulación del mercado alienta el manejo

de información económica por fuera de los estados financieros que jugó un gran papel en el surgimiento de la crisis actual.

Buena parte de la propuesta de reforma de la regulación del mercado financiero se centra justamente en esos problemas: necesitamos mejorar la gobernanza corporativa para reducir la probabilidad de esos incentivos perversos; y en el caso de los bancos, donde los incentivos perversos llevan a drásticas consecuencias sistémicas, con grandes costos para la economía y los contribuyentes, necesitamos establecer restricciones a la forma de remuneración de los ejecutivos. La remuneración se debería basar en el desempeño de largo plazo, con muchas menos asimetrías en el tratamiento de las pérdidas y ganancias. Se necesita restringir, en particular, las opciones de compra de acciones. Como mínimo, los accionistas deberían ser conscientes de las consecuencias de ofrecer opciones de compra de acciones como parte de los paquetes de pagos de los ejecutivos sobre la dilución del valor de las acciones. Los bancos que usan opciones de compra de acciones (o que mantienen estructuras de incentivos que alientan el comportamiento excesivamente riesgoso) deben ser sometidos a una supervisión más estricta.

Debido a que los bancos (o los funcionarios bancarios) no siempre tienen un incentivo para ser transparentes —de hecho, puede haber incluso incentivos para no serlo (Edlin y Stiglitz, 1995)— necesitamos fuertes regulaciones referentes a la transparencia y la contabilidad, incluida la regulación de la práctica de contabilizar los activos a precio de mercado. Sin regulaciones adecuadas sólo es posible obtener una idea muy inexacta de la liquidez y la solvencia de los bancos. Además, una falta de regulación también crea incentivos perversos que alientan a los bancos a realizar las ganancias de activos que aumentaron de valor y dejar en libros aquellos cuyo valor disminuyó. Peor aún, sabiendo que así pueden dar una visión sesgada de su posición, los bancos tienen entonces un incentivo para dedicarse a la toma de riesgos excesivos. La crisis actual reveló algunos de los problemas que provienen del uso inadecuado de la contabilidad a valor de mercado por parte de los reguladores, pero eso no debería debilitar los esfuerzos para mejorar la transparencia del mercado mediante la contabilidad a valor de mercado. Lo que el sistema necesita es cambiar el uso que se da a esta información, y eliminar los incentivos para ofuscar la información que se proporciona.

Los gerentes a menudo tienen un incentivo para ofuscarla, y las regulaciones estándar de la transparencia por sí mismas pueden no ser suficientes. El problema de muchos derivados fue que eran tan

complejos que así se hubiera revelado toda la información relevante, la mayoría de los participantes en el mercado no habría podido determinar su valor real. Los derivados transados en Bolsa habrían proporcionado muchos de los servicios de manejo de riesgo necesarios, pero en una forma más transparente, con una fijación de precios más competitiva. Tenemos que desarrollar regulaciones que restrinjan o prohíban el uso de derivados fuera de Bolsa, al menos a los bancos y otras instituciones sistémicamente importantes.

Debido a que el dinero de los contribuyentes está en riesgo cuando un banco falla, el comportamiento excesivamente riesgoso se debe restringir directamente. Necesitamos entonces restricciones mucho más estrictas sobre apalancamiento. Idealmente, deberían ser anticíclicas, para desalentar el endeudamiento excesivo en los auges y promover más préstamos en las recesiones (dichas intervenciones ilustran otro importante tipo de “externalidades”, asociadas con el comportamiento macroeconómico). Normalmente, la calidad de los préstamos bancarios disminuye cuando los bancos amplían rápidamente los préstamos, y este factor se debería reflejar en la regulación y la supervisión bancarias.

Algunos han sugerido que los depositantes deberían jugar un papel mayor en la supervisión bancaria. El seguro de depósitos bancarios da lugar a “riesgo moral” eliminando el incentivo para supervisar. Pero la crisis actual debería dejar en claro cuán imposible sería que un depositante común y corriente supervise realmente lo que está ocurriendo en un banco dado. En este caso, la supervisión es un bien público –algo de lo que todos los miembros de la sociedad se beneficiarían– y se debería proporcionar públicamente.

MERCADO E IRRACIONALIDAD INDIVIDUAL

Gran parte de la teoría económica moderna se deriva del supuesto de que los individuos racionales y las firmas que maximizan utilidades interactúan en mercados competitivos. La política del gobierno se ha dirigido a asegurar que los mercados sean competitivos, aunque Adam Smith reconoció que había fuertes incentivos para que las empresas se empeñaran en un comportamiento anticompetitivo. A menudo es más fácil aumentar las ganancias limitando la competencia que sacando al mercado un producto mejor.

Por esa razón, los análisis modernos de la gobernanza corporativa subrayan los aspectos en que la teoría “marshalliana” estándar de las firmas que maximizan las ganancias (o el valor en Bolsa) no es una

buena descripción de las grandes compañías modernas. La separación entre propiedad y control significa que las decisiones son tomadas por los gerentes, cuyos intereses no están necesariamente bien alineados con los de otros interesados, incluidos los accionistas. Además, la teoría económica moderna revela que, dada la información imperfecta y asimétrica y los imperfectos mercados de riesgo, incluso la maximización del valor de los accionistas –y especialmente del valor de los accionistas de corta visión– puede no ser de interés de la sociedad (Stiglitz, 2008).

Ya comenté las implicaciones de estas imperfecciones del mercado. El supuesto de que los individuos necesariamente toman decisiones económicas racionales, sin embargo, era inatacable hasta hace poco. No se trata, por supuesto, de que alguien crea realmente que los individuos son siempre plenamente racionales. Pero los teóricos se preocupaban porque sin el supuesto de plena racionalidad los economistas no podrían decir nada significativo acerca del comportamiento individual. No obstante, la investigación reciente ha dejado en claro que los individuos a menudo actúan sistemáticamente en forma muy diferente de la que predicen los modelos de racionalidad. (Daniel Kahnemann recibió el premio Nobel de Economía en 2002 por su obra, buena parte de ella en cooperación con el difunto Amos Tversky, que analiza estas irracionalidades. Esa obra se convirtió en un sub-campo importante, llamado economía del comportamiento. Para un tratamiento más completo de estos temas, ver Barr et al., 2009). El hecho de que las personas no siempre actúan racionalmente es muy importante en la evaluación de riesgo, la cual es, por supuesto, central en los mercados financieros. Un análisis de qué salió mal en los mercados financieros y causó la crisis actual muestra una multitud de “irrationalidades” o comportamientos difíciles de reconciliar con cualquier modelo de individuos y firmas racionales. De hecho, alguien que observara la historia de las burbujas, manías y pánicos encontraría difícil reconciliar esos comportamientos con la racionalidad (Kindleberger, 2005). Alan Greenspan llamó la atención sobre estas irracionalidades en su famoso discurso sobre la “exuberancia irracional” de diciembre de 1996, pero a pesar de la conciencia de tal irracionalidad siguió creyendo que los participantes en el mercado eran suficientemente racionales y no tomarían riesgos indebidos. Fue esta creencia la que llevó a la difundida confianza en que la autorregulación funcionaría. Como Greenspan admitió en su reciente testimonio ante el Congreso (Greenspan, 2008), después de la calamidad, la crisis destrozó esta creencia. La autorregulación se basaba en una defectuosa confianza en

la racionalidad (para nuevas ideas sobre co-regulación, ver Balleisen y Eisner, 2009).

Si esta racionalidad “defectuosa” hubiera afectado únicamente a las partes directamente involucradas en una transacción dada, sus efectos habrían sido limitados. Pero la racionalidad defectuosa afectó a toda la economía. Entonces, como Greenspan finalmente admitió, no es suficiente confiar en el comportamiento racional para asegurar que los individuos y las firmas tomen riesgos “prudentes”.

Pero había otro defecto en el análisis de Greenspan: aunque cada individuo o firma fuera racional, eso no aseguraría la estabilidad sistémica. Existen externalidades. Esto es esencial para entender el papel adecuado del gobierno en la regulación. Los enfoques anteriores se ocupaban, por ejemplo, de proteger a los inversionistas individuales contra prácticas abusivas o asegurar la seguridad y la solidez de instituciones particulares. Las discusiones más recientes se ocupan de asegurar que las “instituciones sistémicamente significativas” sean bien reguladas. Pero lo que hemos visto es una falla sistémica, y esas fallas sistémicas también pueden surgir de un comportamiento correlacionado de un gran número de instituciones, ninguna de las cuales es en sí misma sistémicamente significativa. Pueden surgir cuando los participantes en el mercado son racionales o cuando no lo son. Pero las irracionalidades difundidas y persistentes –incluidas las percepciones defectuosas del riesgo– pueden hacer que tales fallas sistémicas sean más probables y dar una sólida justificación para que el gobierno regule los mercados financieros.

FALLAS DE LA REGULACIÓN

Hasta ahora he comentado algunas fallas de mercado dentro del sector financiero que pueden ser enfrentadas por una regulación adecuada. Es claro que nuestra estructura regulatoria falló. Evidentemente, hubo fallas de mercado, pero también fallas de gobierno. La razón principal de las fallas de gobierno fue la creencia en que los mercados no fallan, que los mercados sin restricciones producen resultados eficientes y que la intervención del gobierno simplemente arruinaría su tarea. Se nombraron reguladores que no creían en la regulación, y el resultado inevitable fue que no hicieron una buena labor de regulación.

Hoy existe un amplio consenso sobre la necesidad de regulación, pero eso aún deja abierta una pregunta: aun si tenemos buenas regulaciones, ¿cómo aseguramos que se hagan cumplir? ¿Cómo evitamos las fallas de regulación?

No hay una respuesta fácil, pero pienso que el enfoque que se adoptó en Estados Unidos es correcto en términos generales: un sistema general de supervisión múltiple y de frenos y contrapesos. Los costos de duplicidad son mucho menores que los costos de los errores. El Fiscal General de Nueva York ha suplido parcialmente las deficiencias de la Securities and Exchange Commission (Comisión de Valores y Cambios). La ley de responsabilidad civil extracontractual da incentivos para que las empresas no tengan un comportamiento abusivo¹. Puede haber habido excesos en las acciones de clase (*class action suits*); pero hoy, quizá hemos debilitado excesivamente este importante elemento del sistema de incentivos de nuestra economía.

Otra parte de la respuesta es asegurar que la voz de aquellos cuyos intereses fueron lesionados por las fallas estén ampliamente representados en las estructuras de regulación. Demasiado a menudo el sistema regulatorio es capturado por aquellos que se supone deben ser regulados. Ellos son, después de todo, los “expertos” que entienden el sistema. El riesgo es especialmente grave en un sistema político como el nuestro, que mucho depende de las contribuciones a las campañas. Pero la captura también ocurre de manera más sutil: a través de la difusión de ideas. Cuando AT&T fue amenazada con un fraccionamiento, conforme a las leyes antimonopolio, sus defensores objetaron que lo que importaba no era el nivel actual de competencia en el mercado de telecomunicaciones sino la competencia *potencial*. De manera similar, en los últimos años el sector financiero promovió activamente la idea de que los mercados se podían autorregular.

¹ En este escrito adopto una visión expansiva de la “regulación”. Regulación es toda intervención en el mercado que cambia el comportamiento con respecto al que habría sido sin regulación. Así, la tributación se debería ver como parte del sistema regulatorio, pero también la ley de responsabilidad civil extracontractual. La ley de responsabilidad civil extracontractual busca corregir un importante conjunto de externalidades, las que surgen cuando las acciones de un individuo “lesionan” a otro. Forzando a que el individuo que causa el daño compense a la parte lesionada, esta ley lleva a que los incentivos estén mejor alineados. Corrige parcialmente la externalidad. Pero la ley tiene algunas limitaciones. Primera, corrige el daño *ex post*, y en algunos casos, puede ser muy tarde. De hecho, puede ser imposible obtener una indemnización justa. Segunda, cuando muchos individuos son lesionados —es decir, cuando los costos son difusos— es difícil que actúen en conjunto para asegurar una indemnización adecuada. Los juicios por acciones de clase son un intento imperfecto de enfrentar este problema. Por último, el sistema judicial es muy costoso. En el contexto actual, podemos ver muy claramente estas limitaciones. Sería difícil, si no imposible, que los millones de estadounidenses —y de todo el mundo— que fueron lesionados por las acciones del sistema financiero reciban una indemnización adecuada por lo que han sufrido. En muchos casos, las compañías que infligieron el daño están en bancarrota. Todas afirmarían que las consecuencias globales son el resultado de las acciones de las otras.

El sistema actual ha hecho muy fácil la captura regulatoria. Las voces de quienes se benefician de la regulación laxa son fuertes; las opiniones de la comunidad inversionista están muy bien representadas. Entre aquellos cuyas opiniones necesitan estar mejor representadas están los trabajadores cuyos empleos se perderían con un mal manejo macro, y los pensionados cuyas pensiones serían evisceradas por la toma de riesgos excesivos.

Uno de los argumentos en favor de una comisión de seguridad de productos financieros, que evaluaría la eficacia y los riesgos de nuevos productos y determinaría su uso apropiado, es que tendría un mandato claro y estaría integrada por personas cuyo único interés sería proteger la seguridad y la eficacia de los productos que se están vendiendo. Se ocuparían de los intereses de inversionistas y consumidores comunes y corrientes, y no de los intereses de las instituciones financieras que venden los productos.

En el diseño de regulaciones de los servicios financieros debe jugar un papel importante la reducción del riesgo de captura regulatoria. Los sistemas regulatorios simples y transparentes con limitada discreción reguladora pueden ser más inmunes a la captura. Por ejemplo, una regulación especialmente diseñada para enfrentar circunstancias específicas tiene un costo en términos de su alcance reducido. Pero en muchas circunstancias ese costo es mucho menor que el beneficio que proviene de la certeza regulatoria.

OBJETIVOS SOCIALES MÁS AMPLIOS

Hasta ahora me he ocupado principalmente del objetivo de asegurar la seguridad y la solidez del sistema financiero (el cual implica mucho más que seguridad y solidez de los bancos individuales). Pero la regulación de este sector tiene otros objetivos sociales y económicos.

Como señalé al comienzo, uno de los problemas que se manifestaron en esta crisis es que las instituciones financieras se volvieron demasiado grandes para quebrar. Esas grandes instituciones no sólo representan una amenaza para la competencia –y sin competencia los mercados no son eficientes– sino que, de nuevo, también crean incentivos perversos. Como señalé en la parte inicial, las instituciones que se vuelven demasiado grandes para quebrar tienen un incentivo para tomar riesgos excesivos, pues sus directores saben que si los riesgos no se materializan hay lucro, pero que si se materializan los contribuyentes recogerán los pedazos. En otro escrito, llamé “socialismo al estilo estadounidense” a esta nueva forma de “socialismo”:

privatizar las ganancias y socializar las pérdidas. Los reguladores tienen la responsabilidad de asegurar que las instituciones no se vuelvan demasiado grandes para quebrar (y en muchos casos, demasiado grandes para ser administradas). Hay poca evidencia convincente de que haya grandes economías de escala suficientes para compensar los incentivos perversos a los que da lugar ese gigantismo.

Como advertimos, la conciencia de los riesgos de las fallas de la regulación, incluidos los que resultan de la captura regulatoria, debe jugar un papel importante en el diseño de la regulación. Por ejemplo, los costos de permitir que las instituciones financieras se vuelvan demasiados grandes son ahora claros; los beneficios del tamaño –las economías de escala y alcance– son cuestionables. Pero una larga experiencia nos debería haber enseñado que las instituciones financieras intentarán usar su influencia política para debilitar las restricciones a su tamaño y su alcance, y en algunos casos lo lograrán. Si por una razón u otra los gobiernos son incapaces de restringir el tamaño de estas instituciones y evitar el desarrollo de instituciones demasiado grandes para quebrar, los reguladores deben ejercer un escrutinio intensivo e incluir restricciones a las estructuras de incentivos que llevan a la toma de riesgos excesivos y a prácticas excesivamente riesgosas. Es seguro que las instituciones financieras intentarán debilitar tales regulaciones, pero si mantenemos un sistema de controles múltiples –regulaciones de productos y de instituciones, tanto a nivel estatal como federal– haremos más difícil la evasión de la regulación y la erosión de los controles. Como siempre, esto tiene un costo, pero debería ser evidente que los costos de una supervisión insuficiente son mucho mayores.

Los mercados financieros tampoco dan acceso adecuado al crédito a ciertos grupos mal atendidos. Esto puede obedecer a discriminación. Pero, más en general, los beneficios sociales de la actividad de crédito pueden no concordar con los beneficios privados. La sociedad puede tener interés en asegurar el crecimiento incluyente y, más en general, buscar objetivos de justicia social, y puede haber un variado conjunto de instrumentos con los cuales puede y debería hacer esto (ver, p. ej., Abdelal y Ruggie, 2009, sobre el “liberalismo incrustado”).

El viejo modelo “neoclásico” (el mismo en el que funcionaba la mano invisible de Adam Smith) señalaba que los objetivos distributivos se debían lograr exclusivamente mediante la redistribución de un impuesto “global” (es decir, que no causara distorsiones). Ningún gobierno hace esto, y por una buena razón: la información que se requeriría para implementar ese esquema lo hace totalmente irrealista.

Todos los esquemas redistributivos tienen, al mismo tiempo, efectos de asignación, y, en general, es óptimo usar diversos instrumentos, incluidas intervenciones, como la Ley de Reinversión en la Comunidad, que ordena a los bancos asignar cierta fracción de la capacidad de préstamo a las comunidades mal atendidas.

OTROS TEMAS DEL DISEÑO DE LA REGULACIÓN

El enfoque de la regulación basado en fallas de mercado plantea muchos retos institucionales complejos, en especial los que atañen a la forma óptima de intervención del gobierno, dadas sus limitaciones, incluida su posición a menudo desventajosa frente a los que se supone debe regular (p. ej., las remuneraciones del sector público son menores que los salarios del sector privado, hay asimetrías de información, etc.). En este breve ensayo, sólo puedo tratar algunos de ellos.

Primero, la tarea de los reguladores es diferente de la tarea de quienes crean productos financieros riesgosos, así como las habilidades (y las remuneraciones) de quienes hacen pruebas de medicamentos son diferentes de las de quienes los crean. La tarea de los reguladores es en ciertos aspectos más simple: determinar la seguridad y la efectividad. Así sucede también en la regulación del mercado financiero. La vigilancia del cumplimiento de restricciones reguladoras simples (como las del apalancamiento y los “reductores de velocidad”) requiere habilidades distintas de las que requiere el diseño de nuevas regulaciones. Es claro que los reguladores tienen que ser conscientes de los fuertes incentivos para la evasión y el arbitraje regulatorio y estar en guardia contra estos riesgos.

Esta es una de las razones por las que gran parte de la regulación se debería centrar en reglas simples, como los límites estrictos al apalancamiento. Las actividades fuera de balance y los productos hechos a la medida se deberían ver con sospecha o simplemente prohibirse, al menos para los bancos comerciales.

Existe aquí una tensión importante entre la preocupación, discutida antes, por tratar de evitar la captura regulatoria y la necesidad de evitar la innovación en arbitraje regulatorio. Ya señalé que las preocupaciones por la captura regulatoria sugieren una discreción limitada. Pero las estrategias innovadoras para evadir la regulación exigen que los reguladores determinen si hay, por ejemplo, “apalancamiento oculto”. La Ley Martin de Nueva York (dirigida a combatir el fraude financiero) se ha utilizado efectivamente para refrenar algunas prácticas abusivas “creativas”, pero sólo porque Nueva York ha tenido

una serie de fiscales generales comprometidos con el uso de la ley. Ellos se han dedicado a poner fin a las prácticas abusivas en vez de castigar a los culpables.

El incentivo para el arbitraje regulatorio también explica por qué la regulación debe ser integral: si hay un sistema bancario altamente regulado, habrá incentivos para pasar a actividades de banca en un sistema bancario en la sombra, con riesgos sistémicos igualmente perturbadores.

Los fuertes incentivos para la evasión y el arbitraje regulatorios, combinados con la posición intrínsecamente desventajosa de los reguladores, también explican por qué la regulación se debe ocupar a la vez de los productos e instituciones y del conjunto del sistema financiero y económico. La conciencia de los fuertes incentivos para la evasión y el arbitraje, junto con la conciencia de las asimetrías de los costos y beneficios (los costos de las fallas recaen sobre la sociedad y los beneficios van a manos privadas), sugiere que los reguladores deben ser proactivos y cuidadosos. Los productos complejos que aparentemente no cumplen bien la función de mitigar el riesgo quizá se deberían prohibir, o al menos restringir su uso, por ejemplo, a fondos de cobertura pequeños que no están altamente apalancados. Los costos del retraso en la introducción de esos productos en el mercado serían relativamente bajos, ciertamente mucho más bajos que los costos de la crisis actual.

Algunos han observado que aun con los mejores reguladores y la mejor regulación se evadirá la regulación. Pero éste no es un argumento contra las buenas regulaciones. Para parafrasear el argumento que expuso Paul Volcker en medio de la crisis del Este Asiático de 1997, incluso una sombrilla con agujeros da alguna protección en una tempestad. En mi defensa de las restricciones a los flujos de capital usé otra analogía: una represa no pretende detener el flujo de agua de la montaña al mar, pero incluso una represa imperfecta puede ayudar a proteger a las personas de una inundación.

COMENTARIOS FINALES

Los mercados están en el centro de toda economía exitosa. Pero los mercados sin restricciones a menudo no sirven bien a la sociedad. En los doscientos años anteriores, la teoría económica y la experiencia histórica mostraron que los mercados financieros a menudo no desempeñan bien sus funciones esenciales de manejo del riesgo y asignación del capital, con desastrosas consecuencias sociales y

económicas. Aunque nos sintamos muy orgullosos por el éxito de nuestro sector financiero, un buen sector financiero no sólo habría realizado esas tareas mucho mejor que el nuestro en los últimos tiempos, sino que también las habría hecho a un costo mucho menor. Las finanzas son un medio para conseguir un fin, y no el fin en sí mismo. Un buen sector financiero habría usado pocos recursos de la sociedad; en un sector financiero competitivo, las ganancias habrían sido bajas. Nuestro sector financiero era grande, y amasó un tercio de las ganancias corporativas totales. Algunas ganancias se basaban en la explotación de los pobres y algunas se basaban en prácticas no competitivas de préstamos con tarjeta de crédito. Es difícil evitar la conclusión de que el sector no sirvió bien a nuestra sociedad; y, ahora, los costos que ha infligido a la economía global son enormes. No se trata simplemente de que haya puesto en riesgo billones de dólares del dinero de los contribuyentes. La brecha entre el producto potencial y el producto actual de la economía también ascenderá, acumulativamente, a billones de dólares. Incluso una sociedad rica mal puede permitirse ese despilfarro.

Hoy parece ser obvio que se necesita mejor regulación. Pero habrá quienes luchen para lograr reformas cosméticas, no por las reformas profundas que se requieren.

En este ensayo intenté esbozar el enfoque de la reforma basado en fallas de mercado, con especial aplicación al sector financiero. Este enfoque da pautas claras sobre la gama y el alcance de la regulación que se necesita y, junto con la teoría de las fallas del gobierno y de la regulación, también da directrices para diseñar un nuevo sistema de regulación, que no sólo haga menos probables esas fallas en el futuro, sino que ayude a asegurar que el sector financiero cumpla el papel vital que le corresponde en una economía dinámica contemporánea.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Abdelal, R. y J. G. Ruggie. "The principles of embedded liberalism: social legitimacy and global capitalism", D. Moss y J. Cisternino, eds., *New perspectives on regulation*, Cambridge, The Tobin Project, 2009.
2. Balleisen, E. J. y M. Eisner. "The promise and pitfalls of co-regulation: How governments can draw on private governance for public purpose", D. Moss y J. Cisternino, eds., *New perspectives on regulation*, Cambridge, The Tobin Project, 2009.
3. Baker, T. y D. Moss. "Government as risk manager", D. Moss y J. Cisternino, eds., *New perspectives on regulation*, Cambridge, The Tobin Project, 2009.

4. Barr, M. S., S. Mullainathan y E. Shafir. "The case for behaviorally informed regulation", D. Moss y J. Cisternino, eds., *New perspectives on regulation*, Cambridge, The Tobin Project, 2009.
5. Edlin, A. S. y J. E. Stiglitz. "Discouraging rivals: Managerial rent-seeking and economic inefficiencies", *American Economic Review* 85, 5, 1995, pp. 1301-1312.
6. Greenspan, A. "The challenge of central banking in a democratic society", documento presentado en la Conferencia Francis Boyer del American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, 5 de diciembre de 1996 [<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>].
7. Greenspan, A. "Testimony of Dr. Alan Greenspan", Committee of Government Oversight and Reform, 23 de octubre de 2008 [<http://oversight.house.gov/images/stories/documents/20081023100438.pdf>].
8. Greenwald, B. y J. E. Stiglitz. "Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets", *Quarterly Journal of Economics* 101, 2, 1986, pp. 229-264.
9. Kindleberger, Ch. *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2005.
10. Stiglitz, J. E. "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Banking, and Credit* 17, 2, 1985, pp. 133-152.
11. Stiglitz, J. E. "Banks versus markets as mechanisms for allocating and coordinating investment", J. A. Roumasset y S. Barr, eds., *The economics of cooperation: East Asian development and the case for pro-market intervention*, Boulder, Westview Press, 1992.
12. Stiglitz, J. E. "Regulating multinational corporations: Towards principles of cross-border legal frameworks in a globalized world balancing rights with responsibilities", *American University International Law Review* 23, 3, 2008, pp. 451-558.
13. Stiglitz, J. E. "Lessons for economic theory from the global financial crisis", *Eastern Economic Journal* 35, 3, 2009, pp. 281-296.